

中国货币替代决定因素的实证分析

胡景芸

摘要: 本文通过分析中国货币替代的情况,阐述了影响中国货币替代的主要因素,并通过建立回归模型和实证计量分析,深入研究中国货币替代的决定因素,最后提出中国反货币替代的措施。

关键词: 货币替代 汇率 决定因素

货币替代是开放经济下特有的一种货币性扰动,是指在经济发展过程中,因公众对本国货币币值的稳定失去信心,或因本国货币资产的收益率相对低而发生的货币兑换和资本外流,表现为本国货币在价值尺度、流通手段、支付手段和贮藏手段上部分或全部被外国货币取代。自20世纪70年代以来,货币替代现象在各国,尤其在发展中国家都出现过,其中以拉美国家的“美元化”最为典型。值得注意的是,与著名的“格雷欣”法则所描述的劣币驱逐良币的过程不同,货币替代是一种良币驱逐劣币的现象。目前我国货币替代的程度不算严重,而且呈隐性状况,但随着我国加入世界贸易组织(WTO)后,利率、汇率的逐步市场化及资本项目下可自由兑换的实现,我国货币替代的程度有加重的趋势。因此,研究我国货币替代的决定因素,弱化货币替代对我国宏观经济运行的不利影响,已是十分必要之事。

一、货币替代的理论研究

从1969年V.K.Chetty在《美国经济评论》上首次发表有关货币替代的见解以来,西方有许多经济学家围绕开放经

济下的货币需求理论,建立了各种模型进行实证研究。如1978年Marc A. Miles提出“货币服务的生产函数理论”,并根据该生产函数建立的回归方程对加拿大、美国和德国等国家的货币替代情况进行实证计量分析;同年David T. King、Bluford H. Putnam和D. Sykes Wilford分析了因本外币收益差异而引发的货币替代现象,提出了“货币需求的资产组合理论”;1982年Micheal D. Bordo和Ehssan U. Choudhri提出了“货币需求的边际效用理论”,认为人们持有货币的目的在于便利交易和支付,个人会通过持有一定数量的本外币余额而获得最大化的消费者效用;1986年Stephen S. Poloz又提出了不同于以往货币替代学说的“预防需求理论”。以上四种代表学说的比较如表1所示。

可见,每种货币替代学说都有其独到之处,但也都存在各种不切实际的假设和难以量化的问题。对于我国来说,由于经济政策的特殊性,我们必须考虑到这几种学说的优缺点,结合我国的实际情况加以修正,使其更具有实践性和说服力。

表1 货币替代理论的比较

	货币服务的生产函数理论(1)	货币需求的资产组合理论(2)	货币需求的边际效用理论(3)	货币的预防需求理论(4)
主要观点	从货币的综合效用出发,认为货币有服务的功能,人们在给定资产约束的条件下,根据持有本外币的效益和机会成本调整本外币比例,以达到货币服务最大化。	强调货币的贮藏手段职能,提出由于本外币存在收益率和风险损失差异,人们会根据资产组合的原理,不断调整持有的本外币资产比例以规避风险及取得收益最大化。	从货币的交易性功能出发,认为人们持有货币的目的在于交易和支付,人们持有的本外币比例取决于本外币余额是否能带来消费者效用最大化。	根据谨慎性原则,指出未来交易的不确定性要求人们持有一定数量的本币和外币。同时持币的名义收益与取得货币资产必须支付的流动性交易成本之差的最大化决定了持有本外币的比例。
假设前提	绝对购买力平价成立;本币价格为1;所有货币都是借入的,借款利率是持币的机会成本;消费者只能持有本国或外国货币。	货币具有收益和风险;国际资本市场一体化;经济主体是理性的,可以持有本外币和本外币债券。	存在风险中性市场;无交易成本;绝对购买力平价和非抵补的利率平价成立。	消费者可以选择本外币和本币债券;获得额外的货币余额需要支付流动性交易成本。
局限性	将货币需求只定义为本外币余额的函数过于简单;只考虑借款利率对货币需求的影响过于片面。	本国和外国货币政策的预期扩张及方差难以量化衡量。	非抵补的利率平价在实践中并非在所有国家都成立;消费者效用函数缺乏应用性。	货币需求概率密度形式难以确定和进行计量检验。

二、中国的货币替代程度

货币替代的衡量指标分为两种:绝对量指标和相对量指标。绝对量指标有:(1)一国居民的国内外币存款数量;(2)一国居民的国外外币存款数量;(3)一国居民在国内外的外币存款数量和国内流通中的外币现金数量之和(姜波克,1999)。但由于这些指标要么只注重一个方面,要么在实际中很难取得统计数据,因而很少使用。相对量指标有:(1)国

内金融体系中的外币存款(F)与本外币存款之和(D+F)的比率,即 $F1=F/(D+F)$;(2)国内金融体系中的外币存款(F)与国内货币存量之和(M2+F)的比率,即 $F2=F/(F+M2)$ (姜波克,1999)。由于D仅指定期存款与储蓄存款,不包括流通中的现金和活期存款,不能全面反映国内的货币总量,加上我国居民储蓄的目的在于预防不确定性和风险,D值变动并不能完全反映出我国居民货币需求的变动情况。因此相对而言, $F/(M2+F)$ 是一个比较全面的货币替代指标。本文用

$F/(M2+F)$ 公式来粗略地衡量我国的货币替代程度。与过去许多论文不同的在于,许多学者认为外币存款 $F =$ 准货币 - 定期存款 - 储蓄存款,但根据中国人民银行对货币统计指标的定义,以上公式计算的是国内其他存款水平,并不包括外币存款。故本文采用的外币存款数据 1990-1997 年来自于金融机构外汇情况月报表中的外汇存款,1998 年以来来自金融机构可比口径信贷收支表中的各项存款减去境外存款(杨军,2002)。计算结果如表 2 和图 1 所示。

表 2 中国货币替代程度表

	F(亿元)	D(亿元)	M2(亿元)	F1(%)	F2(%)
1990	1 842.20	6 500.50	15 293.40	22.08	10.75
1991	2 233.30	8 483.30	19 349.90	20.84	10.35
1992	3 254.02	10 386.40	25 402.20	23.86	11.36
1993	3 920.49	16 451.40	34 879.80	19.24	10.10
1994	6 278.36	23 461.50	46 923.50	21.11	11.80
1995	6 324.13	32 986.40	60 750.50	16.09	9.43
1996	5 813.65	43 562.70	76 094.90	11.77	7.10
1997	6 369.67	53 018.30	90 995.30	10.73	6.54
1998	7 325.34	61 709.40	104 498.50	10.61	6.55
1999	8 452.80	69 098.60	119 897.90	10.90	6.59
2000	10 553.45	75 593.50	134 610.40	12.25	7.27
2001	11 382.83	87 942.57	158 301.92	11.46	6.71

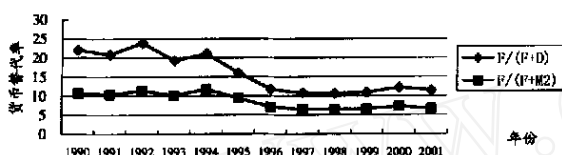


图 1 中国货币替代程度

数据来源:《中国人民银行统计季报》、《中国金融年鉴》相关各期;《国际金融研究》,2002(8)。

由图 1、表 2 可以看出,首先,我国的货币替代程度总体上不是很高,从 1990 年到 2001 年最高为 1994 年的 11.80%,最低为 1997 年的 6.54%。而 1990-1992 年间玻利维亚、乌拉圭和秘鲁等国的货币替代率达到了 60% ~ 80% (Calco G&Vegh.C,1992),前苏联和东欧部分国家的货币替代率也在 30% ~ 45% 之间(范从来、卞志村,2002)。因此,我国的货币替代水平不算严重。但这并不表示,我国的货币替代程度在未来就没有加剧的可能性。我国目前金融体系尚未完全对外开放,资本项目下还不能自由兑换,居民的外汇需求还受到许多限制,货币替代成本高昂,现在计算出的货币替代率无法完全反映我国居民真实的外币需求,而是大大被低估了,表现为隐性和部分的货币替代。再加上我国正处于转轨时期,一旦经济体制改革导致经济结构发生较大的变动,就会引发人们对本币币值大规模的不信任,货币替代率立刻就会急剧上升。

其次,从变动趋势上来看,进入 20 世纪 90 年代以来,我国的货币替代率一直很高,尤其是 1994 年,货币替代率突然大幅攀升,1994 年至 1997 年逐步回落,以 1996 年的回落最为明显。1998 年货币替代率又开始不断上升,但幅度较小,且至今尚未超过 1994 年的水平。

可以说,以上这些变动跟我国的经济因素、制度因素等有很大的关联。20 世纪 90 年开始,我国加大了对外开放的力度,鼓励外资流入,为大量外币资金流入创造了条件,经济的快速增长提高了我国居民对外国商品和外币的需求,这些因素都促使货币替代的产生。1992 年到 1994 年,我国为了刺激经济增长,采取了一系列扩张性的货币政策和财政政策,在经济快速增长的同时也带来了严重的通货膨胀,人们对人民币的贬值有较强的预期,货币替代程度加剧。到了

1994 年,我国外汇体制改革,汇率双轨制并轨,人民币大幅度贬值。同时经常项目下的自由兑换逐步放开,减少了货币替代的制度性障碍,我国居民增持外币的愿望得以实现。因而我国国内外币存款猛增了一倍多,货币替代程度也骤然上升。从 1995 年到 1997 年,我国采取了一系列控制通货膨胀的措施,宏观经济实现软着陆,国民收入继续增加,国际收支顺差不断加大,公众对我国经济发展和人民币的未来预期增强,货币替代率也有所下降。但是 1997 年到 1998 年大规模爆发的东南亚金融危机和国内经济结构的调整,使公众对经济发展的前景再次看淡,人民币贬值预期亦再次加强,货币替代率又一次上扬。经过近三年的调整和发展,我国经济运行重新进入轨道,在世界经济增长普遍放缓的背景下,我国经济增长一枝独秀,成为新一轮国际投资的热点,人民币在世界货币体系中的地位也在不断加强,甚至有升值的可能性,相应地,自 2001 年起我国货币替代程度再次减轻。

综上所述,我国目前的经济结构存在很多不合理之处,金融体系尚未完全与国际接轨,公众对人民币的币值仍然有较高的贬值预期,货币替代的潜在威胁程度很高。一旦经济体制改革导致经济结构发生较大变化,比如取消强制结售汇制度、实行人民币资本项目下可自由兑换等等,长期压制的对外币的需求将一次性释放,所引起的货币替代及其后果不可估量。所以,我们有必要从我国目前的货币替代状况出发,研究影响和决定我国货币替代的具体因素,并提出可行的应对措施。

三、影响我国货币替代的因素

一国货币替代的影响因素很多,本文认为主要有规模性因素、本外币真实收益率的差异、汇率波动程度、制度性因素 4 大类。

1. 规模性因素

规模性因素包括一国的国民收入水平、居民拥有财富的数量和国际贸易的规模。首先,关于国民收入对货币替代的影响有两种观点,一种观点认为,一国的国民收入水平越高,该国的消费、投资和贸易水平就越高,对货币(包括本币和外币)的需求就越大,即货币替代程度越高。另一种观点认为,一国国民收入水平越高,将促使本国居民对经济发展前景的预期良好,提高增持本币的愿望,货币替代率反而会降低。国民收入对货币替代的影响究竟如何,必须结合该国的情况具体分析。其次,居民拥有的财富越多,出于保值和增值的目的,他们必定会注重财富种类的多样化,以规避风险和取得收益最大化,对外币的需求也相应增大。再次,一国国际贸易的规模越大,利用外币进行交易和支付的机会也就越多,居民也必定会持有一定量的外币以便利对外交易,货币替代率也会上升。

2. 本外币真实收益率的差异

由于一国货币的真实收益率 = 货币的名义收益率 - 国内通货膨胀率,因此关于真实收益率差异对货币替代率的影响,我们分三步进行分析。

(1) 名义收益率因素的影响。西方的货币理论都把利率水平作为货币需求函数的决定因素之一,但货币替代理论更强调短期利率对货币需求的影响:他们将短期利率看作是持币的机会成本,一国的短期利率相对于外国的短期利率上升,将导致居民持有本币的机会成本提高,居民会选择放弃本币,转而持有机会成本较低的外币,从而造成货币替代现象,这种现象也称为狭义货币间的替代。比较我国和美国的短期利率水平(见表 3 和图 2),可以发现 1990 至 1997 年间,中国名义收益率均大于美国,最大利差为 7.96% (1993 年),

说明这 8 年间我国居民持有人民币的机会成本要大于持有美元的机会成本,促使了美元对人民币的货币替代。但随着人民银行多次下调利率后,从 1998 年开始,中国的名义收益

率反而小于美国,利差从 -1.04 一直提高到 -3.86。这表明 1998 年以后,中国居民持有人民币的机会成本小于持有美元的机会成本,短期货币替代率有可能下降。

表 3 中美名义利率、通货膨胀率及实际收益率对照表

年份	中 国			美 国			中美名义利差 (%)	中美实际收益率差异 (%)
	一年期定期储蓄利率 (%)	居民消费物价指数 (%)	实际收益率 (%)	一年期国库券利率 (%)	消费者物价指数 (%)	实际收益率 (%)		
1990	8.64	3.06	5.58	7.51	5.28	2.23	1.13	3.35
1991	7.56	3.54	4.02	5.41	4.32	1.09	2.15	2.93
1992	7.56	6.34	1.22	3.46	3.02	0.44	4.10	0.78
1993	10.98	14.58	-3.60	3.02	2.93	0.09	7.96	-3.69
1994	10.98	24.24	-13.26	4.27	2.64	1.63	6.71	-14.89
1995	10.98	17.10	-6.12	5.51	2.81	2.70	5.47	-8.82
1996	7.47	8.32	-0.85	5.04	2.93	2.11	2.43	-2.96
1997	5.67	2.81	2.86	5.07	2.33	2.74	0.60	0.12
1998	3.78	-0.80	4.58	4.82	1.55	3.27	-1.04	1.31
1999	2.25	-1.40	3.65	4.66	2.19	2.47	-2.41	1.18
2000	1.98	0.30	1.68	5.84	3.38	2.46	-3.86	-0.78
2001	1.98	0.70	1.28	4.06	2.63	1.43	-2.08	-0.15

注:中国短期利率用 1 年期储蓄存款利率水平表示;美国短期利率用 1 年期国库券利率水平表示。

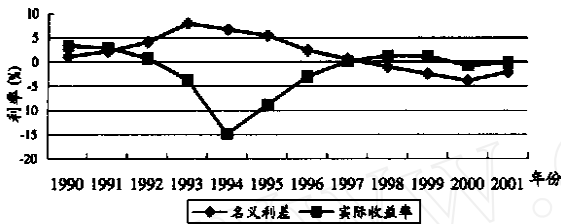


图 2 中美名义利差、实际收益率差表

资料来源:《世界经济年鉴》、《国际统计年鉴》、《中国统计年鉴》相关各期。

(2) 物价水平变动率(通货膨胀率)的影响。通货膨胀是指一国货币供给超过了现实中的货币需求而造成物价上涨和单位货币所代表的实际价值下降。通货膨胀会造成本国货币购买力的下降,引起人们对本币币值稳定的不信任和转而持有币值相对稳定的外币,提高货币替代的程度。图 3 表明,1998 年以前,我国的通货膨胀水平都比美国要高,而且大幅度波动,在 1994 年甚至超过了 20% 的高度。这是因为在 90 年代,我国为了促进经济的快速增长,采取了扩张性的财政和货币政策,然而政策工具不完备,政策传导机制不健全,财政货币政策作用的结果产生了扭曲,加上在经济增长的同时又没有采取抑制通货膨胀的有效政策,大幅度的通货膨胀就不可避免。通货膨胀带来的货币贬值刺激了货币替代程度的不断提高,尤其是 1994 年的物价大幅上涨是当年货币替代程度骤然上升的重要因素之一。1998 年以后,我国及时采取一系列紧缩的货币政策,有效抑制住了通货膨胀,该因素对货币替代的影响也有所减轻。

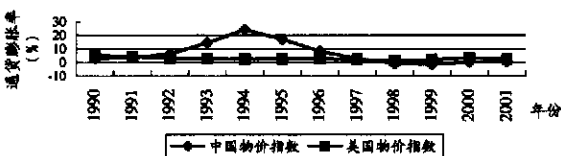


图 3 中美物价指数对比

资料来源:《世界经济年鉴》、《国际统计年鉴》、《中国统计年鉴》相关各期。

(3) 本外币真实收益率的影响。货币的真实收益率反映了持有该货币所能得到的经济利益。一般说来,人们总是喜欢持有真实收益率较高的货币,而不愿持有真实收益率相对较低的货币。从图 2 中可以看出,1993 年以前,人民币的真实收益率比美元高,货币替代也不太严重。从 1993 年到

1997 年人民币的真实收益率小于美元,其中又以 1994 年为最小值。真实收益率的低下大大降低了人民币的吸引力,中国居民更愿意持有真实收益率较高的美元,于是形成了广义货币间的替代。但从 1995 年开始,国内的通货膨胀有所缓和,人民币的真实收益率不断提高,相应的,中国的货币替代程度也有所缓解。1998 年人民币的真实收益率大于美元,但此后 3 年本外币真实收益率差异在不断减小,持有人民币可获得的收益预期也在不断下降,货币替代程度再次上升。

3. 本币汇率水平的波动程度

汇率是一国货币内在价值的外在表现,它的高低反映了不同货币单位购买力的差异。一般来说,一种货币的汇率越稳定,其持有者在国际经济交易中所面临的不确定风险就越小,因汇率波动而产生的损失也就越少。因此,人们往往愿意持有汇率比较稳定的货币,而不愿意持有汇率频繁波动的货币,尤其是那些常常贬值的货币。从我国的情况看(图 4),1994 年以前我国实行的是汇率双轨制,官方的汇率牌价始终低于市场价格,居民容易认定人民币汇率被高估,有贬值的趋势。1994 年外汇体制做出重大变革,双轨制并轨,建立起单一的、有管理的浮动汇率制度,人民币向真实价值回归的制度性障碍一旦解除,就不可避免地遭遇大幅贬值的命运。此后,我国虽然名义上建立了浮动汇率制度,但在汇率制定的实际过程中,中央银行的主观介入程度仍然很大,汇率水平仍无法反映人民币的真实价值。尤其在近三年中,人民币汇价几乎维持不变,更使公众认为人民币被人为高估,并担心一旦国民经济出现波动,或汇率制度、经济体制发生变动,人民币汇率会再次大幅变动,导致汇率风险。这样,人们为了避免汇率风险,就会趋向于增持美元等汇率较为稳定的货币。

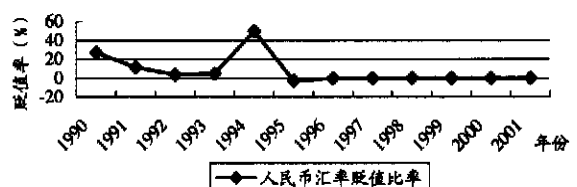


图 4 人民币汇率贬值比率

资料来源:《中国金融年鉴》、《中国统计年鉴》相关各期。

4. 制度性因素

制度性因素包括一国货币政策的稳定性、货币自由兑换

的程度、金融市场一体化程度等等。一国货币政策的不稳定性越大,国内货币供给量的波动就越大,本币的币值波动性也就越大,人们为了规避不确定性风险,自然会增持外币而减持本币。对我国来说,货币政策的职能长期被财政政策所代替,其重要性长期被忽视。近年来这种情况虽有所好转,但由于我国的市场经济不健全,货币政策工具比较单一,实际中的货币供给总量常常会突破预定的数量,货币政策经常达不到预期的目标,这些都导致人们对货币政策的不稳定性预期相当强,埋下货币替代的隐患。另外,如果一国货币完全不可兑换,也就无所谓货币替代问题。如果一国货币是不完全可兑换(如只是经常项目下可自由兑换而资本项目下不可自由兑换),外币只是作为国际间的交易媒介和支付手段,而不是发挥贮藏手段的职能实现保值增值的目的,虽有货币替代现象,但不会很高,我国就是这种情况。只有当一国货币完全可自由兑换时,外币才能取代本币发挥货币的一切职能,此时的货币替代程度最高。最后,国内外金融市场一体化程度越高,金融资产价格在国家间传递的速度就越快,资产结构的调整就越便利,货币替代发生的机会也就越多。

以上介绍了我国货币替代的影响因素,但这些因素对货币替代的影响程度如何,哪些是重要的决定性因素,要通过实证计量分析才能了解。

四、中国货币替代状况的计量分析

利用以上影响我国货币替代程度的因素,可以作出中国货币替代的基本模型如下:

$$CSR = \beta_0 + \beta_1 \log Y + \beta_2 \log |B| + \beta_3 P + \beta_4 E + \beta_5 Ifd + U$$

其中 CSR 表示货币替代程度, $CSR = 100F2/Y$ 、B、P、E、Ifd 分别表示 GDP、经常项目收支、物价变动率(消费物价指数)、汇率水平(年平均汇率)、国外利率水平(用美国一年期国库券利率水平表示)与人民币利率水平之差, U 为虚拟变量,表示制度性风险。本文用普通最小二乘法(OLS)分析,样本区间为 1990 年至 2001 年。分析结果见表 4。

首先,由以上回归结果中调整的 $R^2 > 0.96$ 的事实可以看出,回归方程与数据的拟合度均较高,说明国内生产总值(GDP)、国际贸易、通货膨胀率、人民币汇率水平及国内外利差都是该模型的有效解释变量。从各参数的符号来看,有 $\beta_3 > 0$, $\beta_4 > 0$, $\beta_5 > 0$, 表明通货膨胀率上升、人民币贬值、国内外利差增大,都与我国货币替代程度的提高呈正相关关系。这与本文以上的阐述结果相符。而 $\beta_1 < 0$, $\beta_2 < 0$, 却说明 GDP 的增长和国际收支的增加与货币替代程度呈负相关关系,这一点与一般理解有所差异。究其原因,可能是我国改革开放以来经济增长速度一直很高,使国民产生了良好的预期,经济增长越快,经常项目顺差越大,反而提高了本币的地位和稳定性,货币替代程度下降。其次,选取不同时期的国内外利率差异数据作为解释变量,各参数的显著性水平出现很大的差异。例如,当取 Ifd 当期数据时,虽然 F 统计量在 1% 的显著性水平上高度显著,但是只有 log Y、P、Ifd 系数在 1% 的显著性水平上显著,而人民币汇率水平 E 的系数却不具有显著性,这表示仅考虑当期国内外利差时,汇率水平不是决定货币替代程度的关键因素。当取 Ifd 的一年滞后因素时,除了 log|B| 以外,log Y、P、E 和 Ifd 在 1% 的显著性水平上显著,可以拒绝这些解释变量的系数为零的原假设, Y、P、E 和 Ifd 是决定 CSR 的重要因素,而经常项目收支 B 仅在 4% 的显著性水平上显著,表示它对货币替代的影响程度很小。同时, F 统计值在 1% 的显著性水平上高度显著,证明因变量 CRS 和各解释变量之间存在线性关系,而 R^2 和调整的 R^2 增大,回归标准差(S.E.of regression)减小,这些都表示以滞后 1 年期

的利差为解释变量的方程对我国货币替代形成原因的解釋能力较强。再看以滞后两年期的利差为解释变量的方程, T 统计值、F 统计值、 R^2 及调整的 R^2 下降,回归标准差增大,显示该方程不如上方程的解释能力强。再次,回归结果表明,当人民币贬值 1 个百分点时,我国货币替代程度上升约 1.45 个百分点;当通货膨胀率增加一个百分点时,货币替代程度提高约 0.15 个百分点;当国外利率水平相当于我国利率水平上升 1 个百分点时,货币替代程度提高约 0.40 个百分点。这说明人民币汇率水平的变动是我国货币替代程度的最重要最关键的決定因素,目前人们用外币兑换本币的原因主要是规避汇率风险,然后是获取利差,最后是降低通货膨胀损失。

表 4 我国货币替代模型的 OLS 估计结果

解释变量	1990-2001	1991-2001	1992-2001
0	62.76284 (5.718311)	81.96201 (10.16531)	67.35915 (7.357851)
log Y	-4.894636 (-4.087993)	-7.640559 (-8.484446)	-5.933896 (-5.831104)
log B	-0.001188 (-0.005363)	-0.135177 (-0.950920)	-0.346501 (-1.823529)
P	0.296741 (4.787768)	0.149028 (6.085494)	0.072419 (2.518738)
E	0.472085 (0.770705)	1.449180 (5.237437)	1.141606 (3.487040)
Ifd	0.573115 (4.239278)		
Ifd(-1)		0.404240 (7.072464)	
Ifd(-2)			0.259989 (5.402890)
R^2	0.982201	0.992761	0.988218
Adjusted R^2	0.959952	0.983711	0.973490
S.E.of regression	0.423065	0.269811	0.344211
Durbin-Wastonstat	2.285021	2.999666	3.298337
F-statistic	44.14647	109.7068	67.09841

说明:显著性水平 1%、1 期和 2 期的之后变量分别用后缀 (-1) 和 (-2) 表示,回归系数下方括号中的数值表示 T 统计值。

数据来源:《中国金融年鉴》、《中国统计年鉴》相关各期,《国际金融研究》,2002(8)。

六、防止大规模货币替代的改革建议

从上述分析结果可以看出,要防止我国货币替代的大规模发生,必须采取以下相应措施。

1. 采取有效措施,保证国民经济的稳定增长。如果一国国民经济增长缓慢,失业率和通货膨胀率居高不下,人们必然会对本币失去信心,并引发大规模的货币替代,因此促进经济增长是抑制货币替代的根本。从我国的具体情况看,应加快经济增长方式的转变和促进产业结构升级,加大科技投入,逐步实现经济增长从粗放型向集约型的转变,产业结构由劳动、资本密集型向技术、知识密集型转变,从而提高我国经济增长的质量和效益。

2. 对人民币汇率制度进行改革。从实证分析中我们得出,人民币汇率的被动及其预期的不稳定性是决定我国货币替代的最重要因素,现阶段人民币汇率形成机制的非市场化显然是造成这一现象的原因,实际上,我国现在实行的是爬行钉住美元的汇率制度。加入 WTO 以后,随着外汇市场的进一步开放,这种人为维持人民币汇率稳定的行为必然会与人民币的自由兑换相抵触,最终一定要在市场的冲击下走向市场化。既然这样,更好的选择当然是在人民币实行自由兑换之前,在汇率制度的变更对货币替代的影响程度未十分高

之前,改革现有的汇率制度。保罗·克鲁格曼的“汇率目标区”理论是一个不错的选择。该理论是一个基准汇率为中心,上下各留有一定的汇率浮动区间。汇率在区间内的波动基本上不受央行干预,只有当汇率接近目标区边界时,央行会适时干预,使其回到目标区内。汇率目标区能避免固定汇率和浮动汇率的许多弊病,保持汇率水平的适度稳定性与灵活性的结合。

3. 提高本币的收益率。实际收益率的提高有助于降低货币替代的程度。在一般情况下,应通过适当的利率政策使本币的利率水平不低于国际利率水平,并保持实际利率为正值。抑制通货膨胀同样也可以提高本币的实际收益率,增强公众信心,提高本币的竞争力。

4. 谨慎推进人民币自由兑换的进程。应分阶段、有选择地实现资本帐户自由化,而不能突然放开,以防止可能出现的本币骤然贬值和严重货币替代。首先放开资本流入,一段时间之后,如果国内对长期资本吸收较好,人民币币值稳定,可以再放松对外币资金流出的限制。而对短期资本的流动,应作为资本帐户自由化的最后步骤,在国内经济稳定增长、居民对本国经济和本币币值的信心稳定,国家实力较强时才可放开。

参考文献:

1. 姜波克:《货币替代研究》,上海,复旦大学出版社,1999。
2. 李丹心、钟伟:《中国货币替代的实证分析》,载《国际经贸探索》,1998(2)。
3. 杨军:《中国货币替代弹性的实证研究》,载《金融研究》,2002(4)。
4. 范从来、卞志村:《中国货币替代影响因素的实证研究》,载《国际金融研究》,2002(8)。
5. David, T. King, Bluford H. Putnam and D. Sykes Wilford, 1978. A Currency Portfolio Approach to Exchange Rate Determination: Exchange Rate Stability and the Independence of Monetary Policy. *The Monetary Approach to International Adjustment*.
6. Marc, A. Miles, 1978. Currency Substitution, Flexible Exchange Rates, and Monetary Independence. *American Economic Review*, Vol. 68.
7. Micheal, D. Bordo and Ehsan, U. Choudhri, 1982. Currency Substitution and the Demand for Money: Some Evidence for Canada. *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 14.
8. Stephen, S. Poloz, 1986. Currency Substitution and the Precautionary Demand for Money. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 5.
9. IMF. *International Financial Statistics*. related volumes.

(作者单位:厦门大学金融学系 厦门 361005)
(责任编辑:N)

(上接第 87 页)认为,包含有限制政府征税、发行债务和印刷货币的权力的宪法规则能够在长期对政府施加唯一真正的有效约束。

在这个模型中,布伦南和布坎南把税收制度改革、税收立法和基本税收结构看作是约束政府无限膨胀的一种努力。这个税收模型与传统的公共财政模型不同。传统模型的目的是在某种效率和公平的规范约束下,选择政府如何对既定数量的收入进行征税从而获得最优的税收数量;而布伦南—布坎南模型试图通过公民寻求对政府官员机构施加的宪法约束,把政府的税收收入限制在一个既定的数量水平上。

假定个人根据他拥有的有关公共物品供给成本的信息以及他所偏好的税收制度,愿意需要的公共物品数量或预算支出数量为 G ,而所需要的公共物品的实际预算支出水平 G 是总税收收入 R 的函数,即:

$$G = R \dots\dots\dots (1)$$

其中, G 是提供既定数量的公共物品所需要的预算支出与税收总收入的比例; α 是由外生因素决定的, $0 < \alpha < 1$ 。

这样,公民个人面临的选择是,选择一种税制安排,使得通过这种税收制度筹集的税收收入 R 能够生产出他们所偏好的公共物品数量 G 。也就是使得 $G = R$ 。

如前所述,政府的行为是在既定的税收制度下使税收收入最大化,即:

$$\bar{R} = \bar{R}(b, r) \dots\dots\dots (2)$$

这里, \bar{R} 是在既定的税收制度下可能征收到的最大税收收入, \bar{R} 是税基 b 和税法规定的税率结构 r 的函数。

这样,个人面临的选择问题就由选择税制安排具体化为选择税基 b 和税率结构 r , 使得:

$$\bar{R} = G \dots\dots\dots (3)$$

即使得政府所需要的税收收入 \bar{R} 与个人根据他所偏好的公共物品数量所愿意提供的税收收入 R 相一致。

由于政府的税收收入 \bar{R} 决定于税基和税率结构,因此,

在其他条件不变的情况下,个人对包括税基形式和税率结构在内的基本税收结构所做出的集体选择,就把政府的税收收入限制在公众所愿意的数量水平上,从而约束政府规模无限膨胀的趋势。于是,布伦南和布坎南提出的建议是:税制改革应把集体选择的对象由选择税收具体化为选择税基和税率结构。

注释:

- Buchanan, James M., 1990. *The Domain of Constitutional Economics*. *Constitutional Political Economy*, Vol. 1, No. 1, pp. 1, 2, 9.
- Buchanan, James M., 1984. *Constitutional Restrictions on the Power of Government*. *The Theory of Public Choice*, Ann Arbor: University of Michigan Press, pp. 440, 441.
- 休谟曾经认为,立法的前提是假定每一个人都是无赖,都是惟利是图者。J. S. 穆勒则认为,宪制政府的绝对原则需要把政治权力假设为完全用于促进统治者特殊目标的实现。参见《新帕尔格雷夫经济学大辞典》,中文版,第 1 卷, 636 页,北京,经济科学出版社, 1992。
- ①②布坎南:《自由、市场和宪法》,中文版, 260、252 ~ 253、260、259、244 ~ 245 页,北京,北京经济学院出版社, 1989。
- Buchanan, James M., 1991. *Constitutional Economics*. Cambridge: Basil Blackwell, pp. 42 ~ 43.
- ③布坎南、瓦格纳:《赤字中的民主》,中文版, 178 页,北京,北京经济学院出版社, 1988。
- ④Brennan, G. and Buchanan J. M., 1980. *The Power to Tax: Analytical Foundations of a Fiscal Constitution*. Cambridge University Press.

主要参考文献:

1. Buchanan, James M., 1984. *The Theory of Public Choice*, Ann Arbor: University of Michigan Press.
2. Buchanan, James M., 1990. *Constitutional Political Economy*, Vol. 1, No. 1.
3. Mueller, Dennis C., ed., 2001. *The Economics of Politics*, MA: Edward Elgar Publishing, Inc.

(作者单位:中国人民大学经济学院 北京 100872)
(责任编辑:S)